

相关研究

《出口低位回升，进口普遍减少——5月外贸数据点评》2019.06.11

《5月外储回升，流动性相对宽松——19年5月外储数据点评》2019.06.10

《非农远低预期，降息概率大增——19年5月美国非农数据点评》2019.06.08

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

联系人:宋潇

Tel:(021)23154483

Email:sx11788@htsec.com

5月CPI续升，通胀或已见顶

——19年5月物价数据点评

投资要点:

- 2019年6月12日，国家统计局公布5月通胀数据，CPI同比回升至2.7%，PPI同比回落至0.6%。
- **5月CPI续升。**5月CPI环比持平，同比继续回升至2.7%，创下18年2月以来新高。食品方面，去年水果减产导致今年果价大幅上涨，而鲜菜大量上市导致菜价下跌，天气变热导致猪肉需求下降，猪价也出现回落，5月食品CPI环比上涨0.2%。非食品方面，机票和旅行价格下跌，而受成品油调价影响，柴油和汽油价格上涨，5月非食品CPI环比持平。
- **果价见顶回落，猪价涨幅趋缓。**5月水果CPI同比上升至26.7%，创下2011年5月以来新高。果价上涨主要源于供给收缩，6月大量鲜果上市会增加供给，目前果价已出现见顶回落的迹象。进入5月以后，猪肉价格涨幅趋缓，由于6月-8月是猪肉价格季节性上涨的月份，未来几个月猪价CPI同比升幅度可能收窄。但是猪肉供给一直处于偏紧状态，未来猪肉CPI同比将维持在15%以上，食品CPI仍会处于高位。
- **预测6月CPI回落。**6月以来鲜果价格回落，猪价小幅反弹，菜价持续下降，我们预计6月CPI同比或回落至2.6%。
- **5月PPI回落。**5月PPI环比上涨0.2%，同比回落至0.6%。环比价格表现上，生产资料和生活资料均上涨；分行业来看，油气开采和燃料加工价格涨幅扩大，黑金冶炼和仪器仪表价格涨幅回落，化学纤维和化学原料制品价格由涨转降，煤炭采选价格由降转涨。
- **预测6月PPI续降。**6月以来钢价持续回落，煤价平稳，油价震荡，我们预计6月PPI同比继续回落至0.1%。
- **通胀或已见顶。**受到供给收缩的影响，近几个月猪价和水果价格大幅上涨，推动食品CPI持续走高。但近期水果价格见顶回落，M2增速没有大幅反弹，通胀仍将处于温和区间，我们认为5月或是CPI全年高点。增值税率下调和经济短期回暖导致4月PPI超预期反弹，但是目前生产仍然较弱，近期油价大幅回落，PPI或将持续下行。我们认为，通胀风险逐步减弱，未来货币仍将维持相对宽松。

目 录

1. 5月CPI续升	4
1.1 5月CPI同比2.7%	4
1.2 食品逆季节上涨	4
1.3 非食品持平	6
1.4 预测6月CPI回落	6
2. 5月PPI回落	7
2.1 生产资料、生活资料双双上涨	7
2.2 预测6月PPI续降	8
3. 通胀或已见顶	8

图目录

图 1	CPI 同比增速 (%)	4
图 2	历年 CPI 环比涨幅 (%)	4
图 3	CPI 食品价格同比增速 (%)	5
图 4	CPI 食品价格环比增速 (%)	5
图 5	7 种重点监测水果批发价格 (元/公斤)	5
图 6	猪肉 CPI 环比 (%)	6
图 7	平均批发价:猪肉 (元/公斤)	6
图 8	CPI 各大类价格同比 (%)	6
图 9	CPI 各大类价格环比 (%)	6
图 10	农产品批发价格指数 (2015 年=100)	7
图 11	食品 CPI、非食品 CPI 和 CPI 同比及预测 (%)	7
图 12	PPI 同比和环比走势 (%)	7
图 13	PPI 生产资料和生活资料价格同比走势 (%)	7
图 14	PPI 和 PPIRM 环比 (%)	8
图 15	布伦特原油价格 (美元/桶)	8
图 16	螺纹钢和热轧板卷价格 (元/吨)	8
图 17	CPI 和 PPI 同比及预测 (%)	9

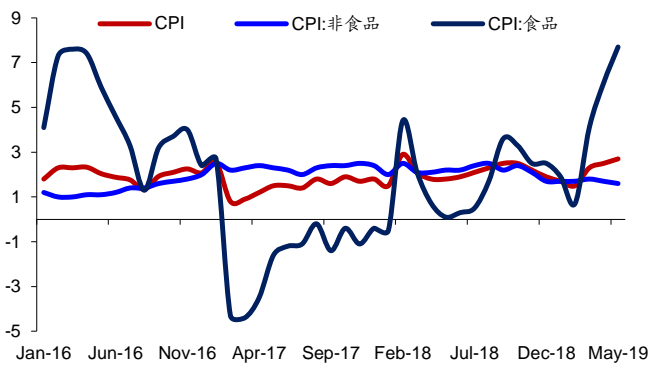
2019年6月12日，国家统计局公布5月通胀数据，CPI同比回升至2.7%，PPI同比回落至0.6%。

1. 5月CPI续升

1.1 5月CPI同比2.7%

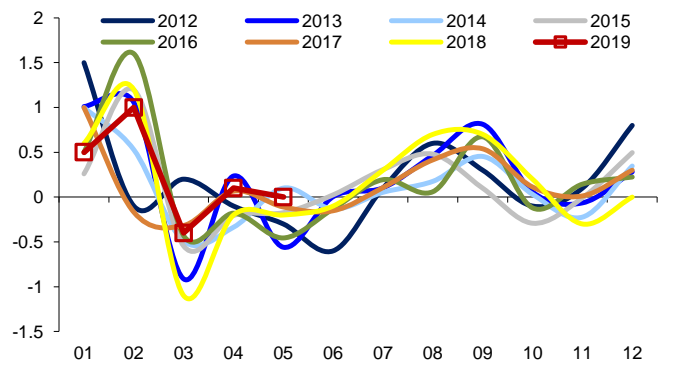
5月CPI环比持平，同比继续回升至2.7%，创下18年2月以来新高。食品方面，去年水果减产导致今年果价大幅上涨，而鲜菜大量上市导致菜价下跌，天气变热导致猪肉需求下降，猪价也出现回落，5月食品CPI环比上涨0.2%。非食品方面，机票和旅行价格下跌，而受成品油调价影响，柴油和汽油价格上涨，5月非食品CPI环比持平。

图1 CPI同比增速(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图2 历年CPI环比涨幅(%)



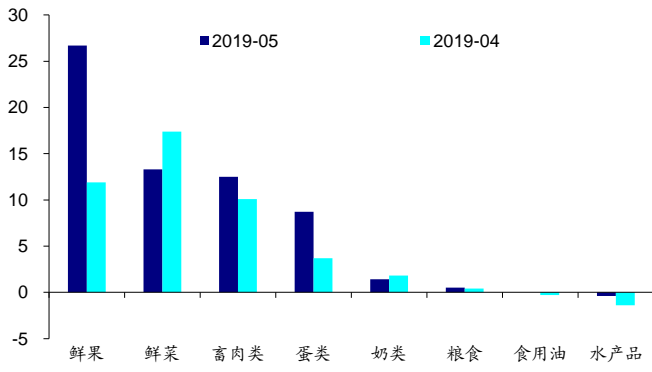
资料来源: Wind, 海通证券研究所

1.2 食品逆季节上涨

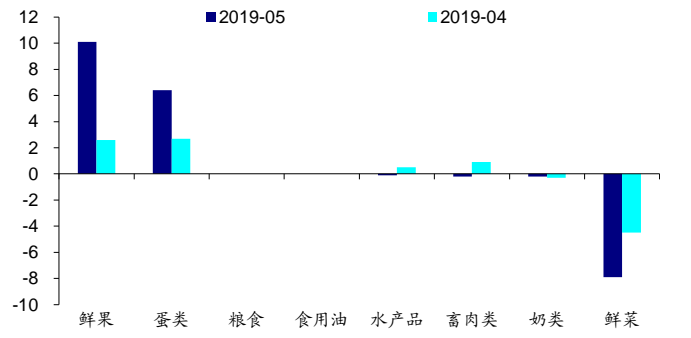
5月食品价格环比0.2%，远高于去年同期-1.3%，历史上5月食品价格往往环比下跌，今年属于逆季节性上涨。

具体来说，去年天气不佳导致苹果和梨减产，今年库存减少推动水果价格大幅上涨，鲜果环比上涨10.1%，影响CPI上涨约0.20个百分点，也是5月食品价格上涨的主因。此外，供应偏紧也导致鸡蛋价格上涨7.6%。但天气回暖导致鲜菜供应大增，菜价下降7.9%，影响CPI下降约0.22个百分点。而猪肉需求减少也拖累猪价环比下降0.3%。

从同比来看，5月食品价格上涨7.7%，涨幅比4月上升1.6个百分点，创下2012年1月以来新高。其中鲜果价格同比上涨26.7%，相比于4月大幅上升13.4个百分点，影响CPI上涨约0.48个百分点。尽管蔬菜价格季节性回落，鲜菜价格同比仍然高达13.3%，影响CPI上涨约0.31个百分点。而去年同期猪价大幅下跌，低基数效应下猪肉同比涨幅进一步扩大到18.2%，影响CPI上涨约0.38个百分点。此外，鸡蛋同比涨幅进一步扩大至8.7%。

图3 CPI 食品价格同比增速 (%)


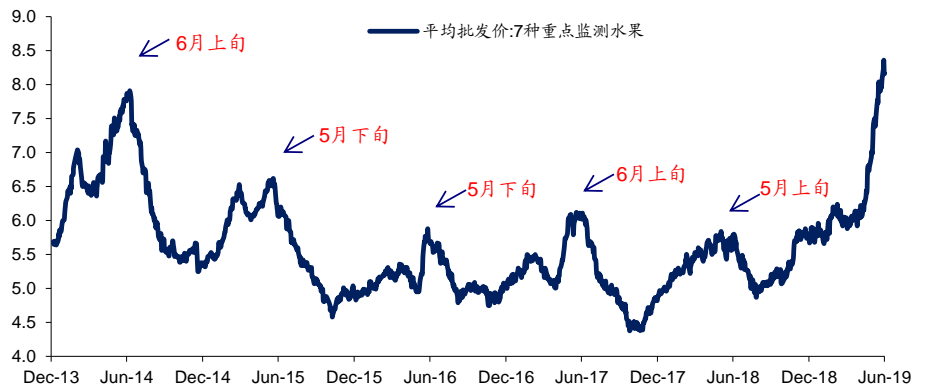
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图4 CPI 食品价格环比增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

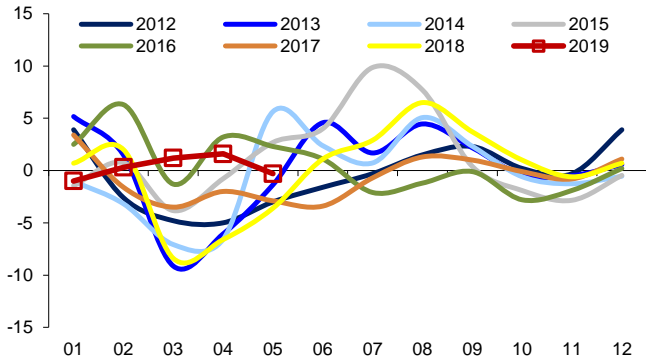
供给收缩导致水果价格上升, 目前或已见顶回落。4月以来水果价格大幅上涨, 5月水果CPI同比已经上升至26.7%, 创下2011年5月以来最高值。水果的涨价主要在于供给小于需求, 而供给减少的主要原因是去年恶劣的天气导致产量下降并影响今年水果供给。考虑到水果生长的周期性, 6月以后会有大量新鲜水果上市, 包括西瓜、葡萄、桃子、芒果等等。由于水果之间具有较强的替代性, 这些水果的大量供给将压低其他水果因为短期供需失衡而提升的价格。6月11日农业部监测的水果平均批发价格为8.05元/公斤, 已经出现见顶回落的迹象。

尽管水果价格可能出现回落, 但是水果对CPI的影响仍然不容忽视。由于目前水果价格已经上涨到14年以来的历史高点, 就算水果价格出现回落, 未来几个月水果价格同比增速仍然不低。实际上, 目前的状况与2014年类似, 当年水果价格也一度在6月冲高到7.91元/公斤后开始大幅回落, 但是5-8月鲜果CPI同比仍然维持在20%左右, 拉动食品CPI同比超过1.5个百分点。考虑到5月鲜果CPI同比已经上升至26.7%, 未来水果价格对食品CPI同比的拉动作用也会比较高。

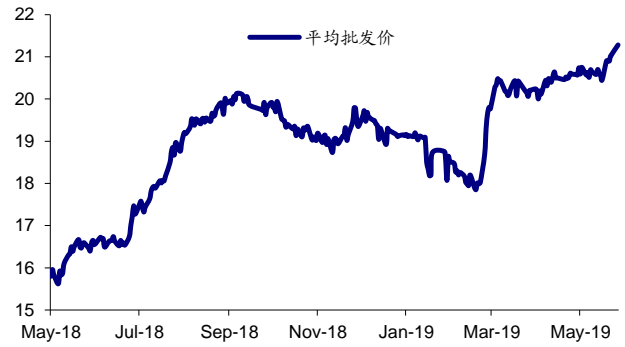
图5 7种重点监测水果批发价格 (元/公斤)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

猪价涨幅趋缓, 仍是通胀重要因素。今年受到非洲猪瘟的影响, 猪价自3月以来反季节性持续上涨, 但是进入5月以后, 猪肉价格涨幅趋缓, 环比出现小幅下降。由于6月-8月是猪肉价格季节性上涨的月份, 未来猪价CPI同比上升幅度可能收窄。但是4月生猪存栏和母猪存栏仍在进一步下降, 未来猪肉供给将继续处于偏紧状态, 会支撑猪价维持高位, 这意味着猪肉CPI同比未来将维持在15%以上, 仍然是食品CPI走高的主要拉动力。

图6 猪肉 CPI 环比 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

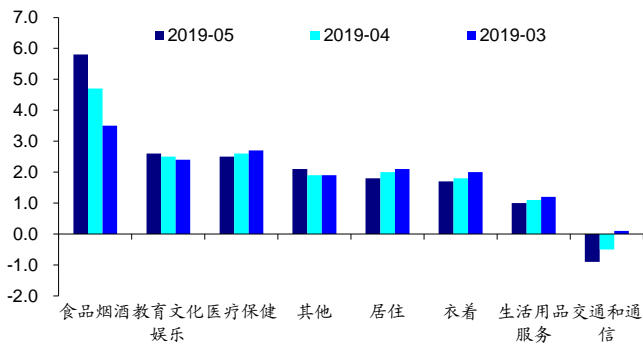
图7 平均批发价:猪肉 (元/公斤)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

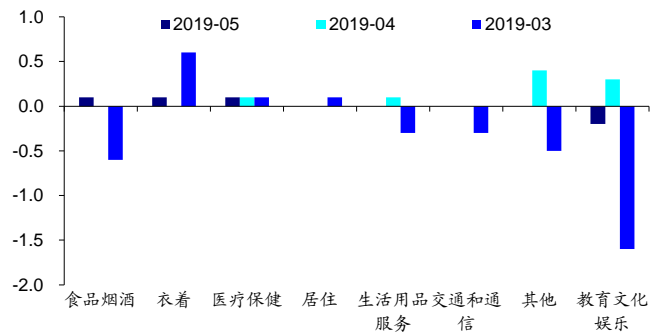
1.3 非食品持平

4月非食品价格环比持平。具体来说,旅行社收费价格下降1.5%,导致教育文化和娱乐价格再次由正转负,环比下降0.2%。而受成品油调价等因素影响,汽油和柴油价格分别上涨2.0%和2.2%,但机票价格下降6.5%,交通和通信价格与4月持平。整体来看,历史同期非食品价格环比往往出现上涨,今年5月非食品表现较弱。

从同比来看,5月非食品价格上涨1.6%,相比于4月继续下降0.1个百分点,影响CPI上涨约1.26个百分点。其中医疗保健和教育文化娱乐价格依然涨幅靠前,交通和通信价格跌幅扩大。

图8 CPI 各大类价格同比 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

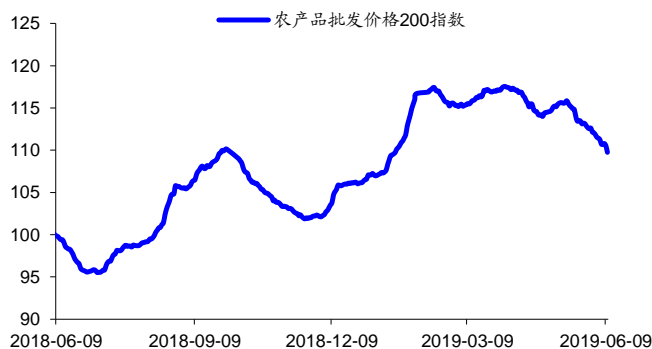
图9 CPI 各大类价格环比 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

1.4 预测6月CPI回落

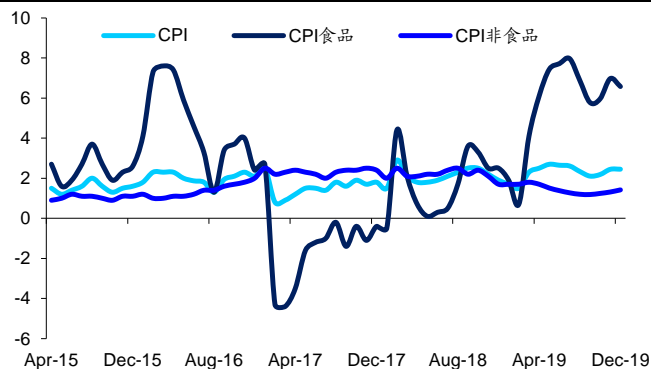
6月以来鲜果价格回落,猪价小幅反弹,菜价持续下降,食品价格相比于5月均值继续下降,预计6月食品CPI同比或小幅回落。近期国际油价大幅下跌,6月11日国内汽油和柴油价格分别下调465和445元/吨,预计非食品CPI同比受其拖累也将小幅回落。综合来看,我们预计6月CPI同比或回落至2.6%。

图10 农产品批发价格指数（2015年=100）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图11 食品 CPI、非食品 CPI 和 CPI 同比及预测 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

2. 5月PPI回落

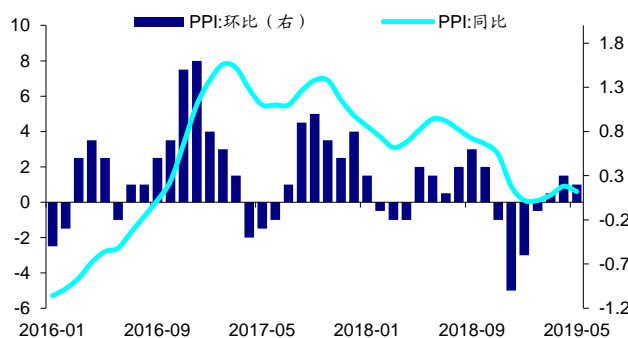
2.1 生产资料、生活资料双双上涨

5月PPI环比上涨0.2%，同比0.6%，涨幅比4月回落0.3个百分点。

从环比来看，生产资料价格上涨0.2%，涨幅比4月回落0.2个百分点；生活资料价格上涨0.1%，回落0.1个百分点。分行业来看，价格上涨的有21个，下降的有11个，持平的有8个。其中油气开采（4.2%）和燃料加工（1.8%）价格涨幅扩大，黑金冶炼加工（0.8%）和仪器仪表（0.1%）价格涨幅回落，化学纤维（-1.3%）和化学原料制品（-0.2%）价格由涨转降，煤炭采选（0.7%）价格由降转涨。

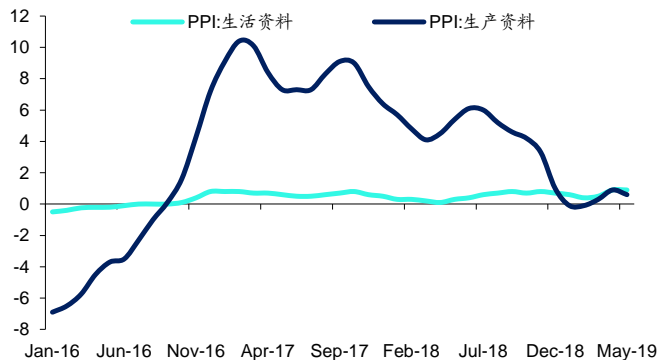
从同比来看，生产资料价格上涨0.6%，涨幅比4月回落0.3个百分点；生活资料价格上涨0.9%，涨幅与4月相同。行业表现上，价格涨幅回落的行业有油气开采、黑金冶炼加工、非金属矿物制品和燃料加工，价格降幅扩大的行业有化学原料制品、有色冶炼加工和汽车制造，价格涨幅扩大的行业有煤炭采选。

图12 PPI同比和环比走势 (%)



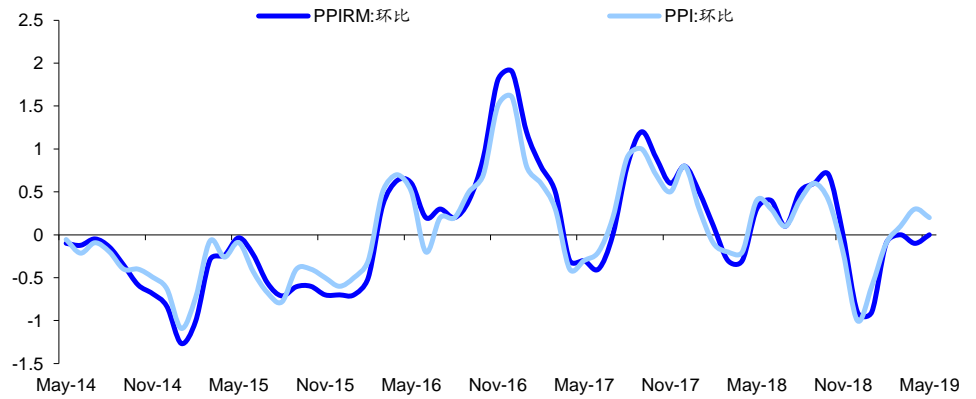
资料来源：Wind，海通证券研究所

图13 PPI生产资料和生活资料价格同比走势 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

由于PPI是基于不含增值税的出厂价格进行统计，对于有一定定价权的厂商来说，增值税率下调的同时提高部分出厂价格也可以维持含税的购进价格下降，从而获得减税带来的部分盈利。因此，4月增值税率下调以后出厂价格PPI和购进价格PIIRM环比出现一定程度背离，而这正是4月PPI上涨超预期的原因之一。目前来看，5月份这种背离仍然存在，但是已经开始收窄，我们预计未来这种短期冲击将逐步减弱。

图14 PPI 和 PPIRM 环比 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

2.2 预测 6 月 PPI 续降

6 月以来钢价持续回落，煤价保持平稳，油价震荡。因为增值税率下调导致 PPI 走高的短期影响已经逐步消退，考虑到近期国际油价出现大幅下调，我们预计 6 月 PPI 同比回落至 0.1%。

图15 布伦特原油价格 (美元/桶)


资料来源：Wind，海通证券研究所

图16 螺纹钢和热轧板卷价格 (元/吨)

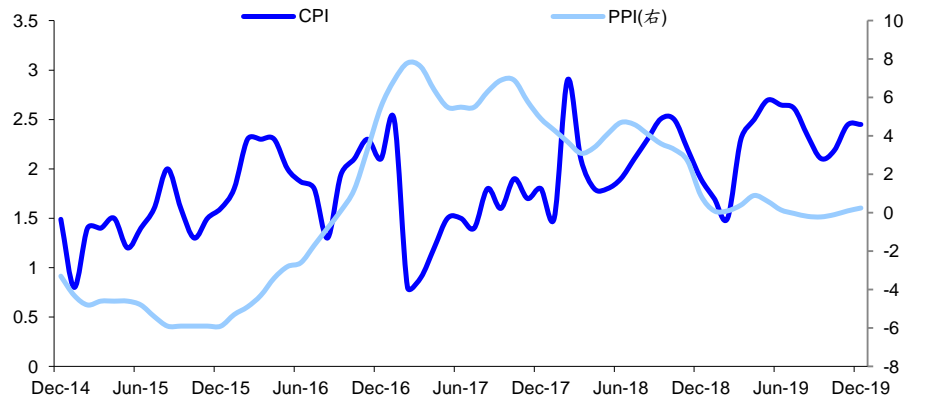

资料来源：Wind，海通证券研究所

3. 通胀或已见顶

前期国际油价上涨和经济回暖推动 PPI 小幅反弹，而 4 月增值税率下调导致 PPI 出现超预期上涨。但是目前生产仍然较弱，近期油价大幅回落，本轮经济企稳不会再像之前一样依靠投资拉动，这就意味着 PPI 大幅上涨缺乏需求基础。我们预计 4 月或是今年 PPI 高点，未来 PPI 同比将持续下降，下半年甚至可能落入通缩区间。

尽管今年食品 CPI 一直处于较高水平，但是无论是猪价还是水果价格上涨，实际上都是因为供给端收缩而非需求端扩张，这就意味着其他价格上涨的空间并不大。从历史情况来看，高通胀往往需要货币增速显著回升来配合，但是今年 M2 增速没有大幅反弹，这意味着今年没有出现货币超发的情况。未来通胀仍将处于温和区间，我们认为 5 月或是 CPI 全年高点。整体来看，通胀风险将逐步减弱，未来货币仍将维持相对宽松。

图17 CPI和PPI同比及预测(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

姜超 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。